

0- 800309

На правах рукописи

Ирина

КРЮКОВА Ирина Валерьевна

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ИМУЩЕСТВЕННОГО
КОМПЛЕКСА ПРЕДПРИЯТИЯ В ПРОЦЕССЕ
РЕОРГАНИЗАЦИИ В ФОРМЕ ВЫДЕЛЕНИЯ**

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

**Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Саратов - 2012

Работа выполнена в ФГБОУ ВПО "Саратовский государственный социально-экономический университет".

Научный руководитель - д-р экон. наук, профессор
Якунина Алла Викторовна

Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор
Гончарова Марина Вячеславовна,
Волгоградский филиал ФГБОУ ВПО
"Российский государственный торгово-
экономический университет", профессор
кафедры финансов и кредита
- канд. экон. наук, доцент
Рябова Александра Федоровна,
ФГБОУ ВПО "Саратовский государственный
социально-экономический университет", доцент
кафедры банковского дела

Ведущая организация - ФГБОУ ВПО "Оренбургский государственный университет"

Защита состоится 15 января 2013 года в 15⁰⁰ час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу: 410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Саратовского государственного социально-экономического университета

Автореферат разослан 10 декабря 2012 года



Ученый секретарь
диссертационного совета

Богомолов
Сергей Михайлович

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Поступательное развитие современной экономики невозможно без эффективного функционирования института оценки стоимости предприятия. С развитием рыночных отношений постоянно расширяется круг экономических операций, которые нуждаются в использовании оценочных процедур. В настоящее время все чаще признается, что именно стоимость должна выступать критерием эффективности проведения структурных преобразований предприятий. В связи с этим значительно возрастает потребность в оценке стоимости предприятий, находящихся в процессе реорганизации и реструктуризации деятельности.

Наряду с такими формами реорганизации предприятий, как слияния и поглощения, популярной мерой преобразований и совершенствования деятельности предприятий в России являются сделки по разукрупнениям. Яркими примерами таких сделок являются процессы выделения непрофильных активов таких крупных российских компаний как "ЮКОС", "Норильский никель", "Ист-Лайн". В то же время, вопросы оценки стоимости при разукрупнениях, в частности, такой их формы как выделение, разработаны не настолько глубоко, как этого требует практика.

Кроме того следует отметить, что большинство оценочных компаний и независимых оценщиков используют в своей работе зарубежные модели оценки, которые рассматривают предприятие с позиций бизнеса и рассчитаны на широкое функционирование фондового рынка, масштабную работу рейтинговых агентств, в то время как в нашей стране доля ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, не превышает 20-30%. Российский рынок представлен большим количеством непубличных предприятий. По оценкам журнала "Forbes", публикующего специальный рейтинг тех компаний, которые не котируются на бирже и являются непубличными, оборот 200 таких компаний в России достигает 260 миллиардов долларов (7,9 трлн рублей). К ним относятся такие компании как "Мегафон", "Трансаэро", "Эльдорадо", "Евросеть" и другие. Кроме того, на рынке успешно функционируют тысячи мелких и средних непубличных компаний, испытывающих необходимость в оценке своей стоимости для нужд реорганизации. Поэтому в условиях российской действительности оценка предприятия как бизнеса менее востребована, чем оценка предприятия как имущественного комплекса. Этому способствует и действующая законодательная база, которая под предприятием подразумевает его имущественный комплекс, а понятие "бизнес" самостоятельно не рассматривает вообще.

В этой связи актуальной является разработка теоретических аспектов и методологии оценки стоимости имущественного комплекса предприятия в процессах реорганизации в форме выделения с учетом особенностей российского бизнеса. Известные модели оценки необходимо адаптировать к российским условиям, учесть специфику оценки стоимости выделенного и выделяемого предприятий в

процессе структурных преобразований, разработать систему, сочетающую этапы реструктуризации и оценку стоимости имущественного комплекса предприятия на каждом из них.

Степень разработанности проблемы. Оценочная наука в России существует относительно недавно, но уже опубликовано множество трудов, посвященных общим теоретическим и методологическим вопросам оценки. Среди наиболее значимых работы таких авторов как В.Э. Балтин, Г.В. Булычева, С.В. Валдайцев, С.В. Грибовский, А.Г. Грязнова, В.Е. Есипов, А.И. Зимин, А.Н. Козырев, Е.М. Королькова, Г.А. Маховикова, Г.И. Микерин, Л.Д. Ревуцкий, Ф.П. Риполь-Сарагоси, В.М. Рутгайзер, Н.В. Теплая, В.В. Терехова, М.А. Федотова, Е.В. Шпилевская, О.Н. Щербакова. Представителями зарубежной экономической школы, занимающимися исследованиями вопросов оценки стоимости, являются Р. Брейли, Г.М. Десмонд, Т. Коллер, Т. Коупленд, Р.Э. Келли, М. Кэхилл, С.Майерс, Дж. Муррин, Ш.П. Пратт, Г.У. Элред.

Оценка предприятий в процессе структурных преобразований тесно связана с инвестиционным анализом. Современными научно-методическими разработками в области анализа инвестиционных проектов и инвестиционной стоимости занимались И.Л. Виленский, М.В. Гончарова, А. Дамодаран, Л.Л. Игонина, М. Кэхилл, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк, У. Шарп.

Теоретическая проработка проблем реструктуризации и реорганизации предприятий содержится в трудах М.Д. Аистовой, И.И. Григорьева, Э.М. Короткова, И.И. Мазура, Г.К. Таля, В.Д. Шапиро, Г.П. Юнга.

Несмотря на то, что оценке предприятий и процессам реструктуризации посвящены многие труды и научные изыскания как отечественных, так и зарубежных специалистов, до сих пор имеются принципиальные расхождения во мнениях относительно, во-первых, проведения самого процесса реструктуризации, а, во-вторых, оценки стоимости предприятия и его имущества при реструктуризации. Отсутствует комплексная модель оценки предприятия как имущественного комплекса в процессе выделения, что подтверждает необходимость продолжения научных исследований по данной проблеме.

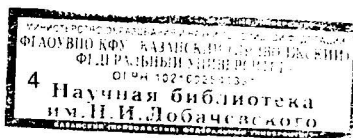
Актуальность темы, степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Цель диссертационного исследования. Цель диссертационного исследования состоит в развитии теоретико-методологических аспектов и разработке методического обеспечения оценки стоимости предприятия как имущественного комплекса при реорганизации в форме выделения.

Задачи исследования. В соответствии с целью перед диссертационным исследованием поставлены следующие задачи теоретического и прикладного характера:

- раскрыть экономическое содержание и проанализировать организационно-правовые основы оценки стоимости имущественного комплекса предприятия в системе оценки бизнеса;

- исследовать финансовые аспекты реструктуризации имущественного комплекса предприятия;



- охарактеризовать выделение как форму имущественной реструктуризации предприятия;

- выявить наиболее значимые принципы оценки стоимости имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения;

- разработать алгоритм проведения имущественной реструктуризации в форме выделения на основе оценки стоимости имущественного комплекса предприятия;

- определить особенности использования альтернативных подходов к оценке стоимости имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения;

- предложить финансово-аналитическое обеспечение оценки имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения;

- разработать методическое обеспечение оценки инвестиционной стоимости выделяемого предприятия.

Предметом исследования в диссертационной работе являются экономические отношения, возникающие в процессе оценки стоимости имущественного комплекса предприятия при реорганизации в форме выделения.

Объектом исследования избраны предприятия РФ, находящихся в процессе реорганизации в форме выделения.

Методологической основой исследования послужил диалектический метод познания и системного подхода. В процессе исследования использовались такие общенаучные методы и приемы как научная абстракция, анализ и синтез, методы группировки, сравнения и др.

Теоретическую базу диссертационного исследования составляют труды отечественных и зарубежных ученых в области экономики и финансов, посвященные теоретическим и практическим аспектам оценки стоимости бизнеса, имущественного комплекса и отдельных элементов имущества предприятий; фундаментальные и прикладные исследования по проблемам реструктуризации и реорганизации предприятий; научные труды и публикации специалистов, занимающихся вопросами инвестиционного анализа; законодательные и нормативные документы в области гражданского права, а также регулирующие оценочную деятельность в Российской Федерации.

Информационной базой работы послужили нормативно-правовые акты Российской Федерации в области оценки стоимости.

Научная новизна исследования в целом состоит в разработке комплекса теоретико-методологических положений и методических рекомендаций в области оценки стоимости имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения.

Наиболее существенные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

- предложено определение понятия "оценка предприятия как имущественного комплекса", в рамках которого оценка трактуется не только как результат, но и как процесс исчисления стоимости имущества предприятия в виде его основных и оборотных материальных и нематериальных активов, а также собственного капи-

тала и имущественных обязательств с учетом текущих и будущих доходов, полученных от использования этого имущественного комплекса;

- раскрыто (с позиций финансов) содержание имущественной реструктуризации предприятия как системы мероприятий, проводимых с целью увеличения стоимости предприятия,носящих характер радикальных изменений в имущественном комплексе и направленных на преобразования в объеме, составе, структуре и качестве активов и пассивов, формирующих имущество предприятия; систематизированы объекты, цели и задачи реструктуризации имущественного комплекса предприятия; дана группировка методов имущественной реструктуризации в разрезе объектов;

- выделены принципы, наиболее значимые для оценки имущественного комплекса предприятия в процессе его реорганизации в форме выделения: полезности, зависимости, ожидания, внешних изменений, экономического разделения, а также наилучшего и наиболее эффективного использования;

- сделан вывод о целесообразности при оценке имущественного комплекса выделяемого предприятия определять его инвестиционную стоимость, под которой предложено понимать стоимостную оценку конкретной совокупности видов имущества с позиций определенного инвестора с учетом его индивидуального инвестиционного плана и налоговых особенностей, синергетического эффекта взаимодействия с другим имуществом инвестора и доходности имущества на определенный период времени в будущем;

- дана детальная характеристика финансовых аспектов выделения как формы имущественной реструктуризации и предложен поэтапный алгоритм принятия в процессе проведения такой реструктуризации управленческих решений на основе определения стоимости имущественных комплексов реорганизованного и выделенного предприятий;

- рекомендована система финансовых показателей, необходимых для принятия решения о проведении имущественной реструктуризации предприятия в форме выделения, а также предложено в качестве обобщающего показателя, характеризующего финансовую целесообразность такой реорганизации, использовать коэффициент "чистый дисконтированный денежный поток на рубль имущества выделяемого предприятия";

- определены возможности и ограничения использования методов затратного, доходного и сравнительного подходов при оценке выделяемого предприятия и показано приоритетное значение методов доходного подхода;

- разработана методика оценки инвестиционной стоимости выделяемого непубличного предприятия, базирующаяся на методе дисконтированных денежных потоков, который модифицирован для учета фазы инвестиционного цикла и системы рисков, присущих каждой из фаз.

Теоретическая и практическая значимость работы. Выполненное диссертационное исследование содержит решение ряда задач, заключающихся в развитии теории и методологии оценки стоимости предприятия как имущественного комплекса в процессе структурных преобразований. Результаты исследования вносят свой вклад в развитие финансовой науки и могут послужить основой для

дальнейших исследований и разработок в этой области. Практическая значимость результатов, полученных в ходе проведенного диссертационного исследования, заключается в том, что алгоритм оценки имущественного комплекса при выделении предприятия, методика оценки инвестиционной стоимости выделяемого непубличного предприятия и другие разработки, представленные в диссертации, могут быть использованы оценщиками на практике в целях получения более достоверных и обоснованных результатов оценки стоимости предприятий.

Апробация работы. Основные результаты исследования были обсуждены и получили апробацию в тезисах, статьях и выступлениях на научных конференциях, проходивших в 2009-2012 гг. в городах Саратове и Москве.

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в 7 публикациях общим объемом 3,3 п.л., в том числе в 3 статьях, опубликованных в изданиях, рекомендованных ВАК.

Предлагаемые практические рекомендации по оценке стоимости имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения нашли применение в деятельности ООО "Агентство Независимой Оценки "Альфа". Выполненные научные разработки также используются в учебном процессе кафедрой финансов при преподавании дисциплин "Финансы организаций (предприятий)", "Финансовый менеджмент", "Корпоративные финансы" в Саратовском государственном социально-экономическом университете. Практическое использование результатов исследования подтверждено справками о внедрении.

Объем и структура работы. Работа имеет следующую структуру, определенную логикой анализа взаимосвязанных аспектов изучаемого предмета и совокупностью решаемых задач:

Введение

Глава 1. Теоретические основы оценки стоимости имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения

1.1. Экономическое содержание и организационно-правовые основы оценки имущественного комплекса предприятия в системе оценки бизнеса

1.2. Финансовые аспекты реструктуризации имущественного комплекса предприятия

1.3. Выделение как форма имущественной реструктуризации предприятия

1.4. Принципы оценки имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения

Глава 2. Методологические подходы и методические аспекты оценки имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения

2.1. Алгоритм проведения имущественной реструктуризации в форме выделения на основе оценки имущественного комплекса предприятия

2.2. Подходы к оценке имущественного комплекса в процессе реорганизации в форме выделения

2.3. Финансово-аналитическое обеспечение оценки имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения

2.4. Методическое обеспечение оценки инвестиционной стоимости выделяемого предприятия

Заключение

Библиографический список

Приложения

Список использованной литературы содержит 198 источников. В работе представлено 9 таблиц, 5 рисунков и 3 приложения.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Результаты диссертационного исследования представлены в трех группах взаимосвязанных между собой научно-практических проблем.

Первая группа проблем, поднимаемых в диссертации, связана с уточнением, дополнением и сведением в единый комплекс теоретических основ оценки стоимости имущественного комплекса предприятия в процессе реорганизации в форме выделения.

Исследование в рамках этой группы проблем начинается с уточнения содержания некоторых экономических категорий, понимание сущности которых помогает определить объектно-субъектный состав финансовых отношений, возникающих в процессе оценки.

На основе анализа трактовок понятий "бизнес" и "предприятие как имущественный комплекс", содержащихся в нормативных актах Российской Федерации и научных публикациях, в диссертации обосновывается, что понятие "бизнес" более широкое и, помимо имущественного комплекса, включает такие элементы как кадровый потенциал, производственные связи с контрагентами, клиентскую базу, участие в ассоциациях и отраслевых союзах. В работе предлагается уточненное определение понятия "оценка предприятия как имущественного комплекса", в рамках которого оценка трактуется не только как результат, но и как процесс исчисления стоимости имущества предприятия в виде его основных и оборотных материальных и нематериальных активов, а также собственного капитала и имущественных обязательств с учетом текущих и будущих доходов, полученных от использования этого имущественного комплекса.

В качестве субъектов оценки в работе предложено рассматривать оценщика и заказчика оценки. Заказчик оценки определяет ее цели, что является основой для выбора вида оцениваемой стоимости. В диссертации изучены и систематизированы цели оценки имущества предприятия.

В процессе диссертационного исследования обосновывается, что оценка предприятия имеет принципиальное значение в процессах реорганизации, поскольку результат оценки стоимости действующего предприятия и перспективной оценки реорганизованного предприятия определяет целесообразность реорганизации. Поэтому необходимо, чтобы мероприятия по реорганизации осуществлялись параллельно с процессом оценки и были основаны на ней.

Следующим этапом исследования стало подробное рассмотрение сущности процессов реорганизации, реструктуризации и реформирования. В работе доказывается, что процесс реструктуризации в российских условиях носит характер радикальных изменений в имущественном комплексе и не является частью повсе-

дневной деятельности предприятия. Последовательность структурных преобразований по мере усложнения выглядит следующим образом: реструктуризация - реорганизация - реформирование. При этом реструктуризация предполагает преобразования в технико-технологической, производственной и финансово-экономической сферах, реорганизация направлена на изменения организационно-управленческого характера, реформирование включает изменения организационно-управленческого, имущественного, технологического, производственного, кадрового, инновационного, маркетингового и других направлений.



Рис. 1. Соотношение процессов структурных преобразований

По результатам проведенного исследования предложено уточненное определение реструктуризации предприятия как имущественного комплекса (имущественной реструктуризации) - это система мероприятий, проводимых с целью увеличения стоимости предприятия, носящих характер радикальных изменений в имущественном комплексе и направленных на преобразования в объеме, составе, структуре и качестве активов и пассивов, формирующих имущество предприятия.

Имущественная реструктуризация может проводиться как в рамках процедур по реорганизации, так и внутри предприятия в рамках программы по оптимизации деятельности. В последнем случае используются методы реструктуризации, применительно к отдельным элементам имущественного комплекса. В диссертации представлена группировка методов имущественной реструктуризации в зависимости от вида имущества (таблица 1).

Таблица 1. Методы имущественной реструктуризации, сгруппированные по видам имущества

Вид имущества	Методы реструктуризации
Внеоборотные активы	Покупка, аренда, лизинг, приватизация: продажа, сдача в аренду, безвозмездная передача, передача в зачет обязательства, консервация, списание, ликвидация, консервация незавершенного строительства
Запасы	Продажа по сниженной цене, безвозмездная передача, сдача в аренду, передача в зачет обязательства, списание, ликвидация
Дебиторская задолженность	Отсрочка (рассрочка), списание, отступное, взаимозачет, векселя, переуступка права требования, погашение с дисконтом, признание задолженности недействительной
Собственный капитал	Сокращение собственного капитала, дополнительная эмиссия акций, выкуп собственных акций с последующим их аннулированием или продажей стратегическому инвестору, конвертация различных ценных бумаг эмитента в акции
Кредиторская задолженность	Вексель, отступное, отсрочка (рассрочка) с последующим погашением или списанием, продажа долговых обязательств, взаимозачет, новация, метод реорганизации задолженности в облигационный займ, признание задолженности недействительной, списание, конвертация долгов в акции, передача имущества в зачет обязательств, выкуп прав требования к кредитору с последующим предъявлением требований к нему

Следующим этапом диссертационной работы стало исследование экономической сущности частной формы реорганизации - выделения. В работе был проведен анализ выделения предприятия в сравнении с учреждением нового (в том числе дочернего) предприятия, который показал, что:

- образование дочернего общества и наделение его имуществом не признается реорганизацией в форме выделения;
- выделение в порядке правопреемства предполагает независимость выделенного предприятия: возможность самостоятельно принимать управленческие решения, распоряжаться имуществом, определять стратегию и тактику развития;
- выделенное в порядке правопреемства предприятие несет солидарную ответственность по долгам реорганизуемого общества и получает часть его прав и обязанностей.

В исследовании аргументировано показано, что процесс реорганизации может рассматриваться как форма имущественной реструктуризации. Вывод основан на том, что, хотя понятие "реорганизация" шире понятия "реструктуризация", но любая форма реорганизации, касающаяся изменений организационно-управленческих аспектов деятельности предприятия, не может быть осуществлена без изменений в финансово-экономической сфере деятельности, в том числе в имущественном комплексе предприятия.

На основе анализа особенностей выделения как формы реорганизации и имущественной реструктуризации сделано заключение о том, что этот процесс в рамках оценки стоимости необходимо рассматривать в качестве инвестиционного решения, поскольку, выделяя имущественный комплекс предприятия, собственник имеет свое, индивидуальное, представление о способе комбинации активов и пассивов и варианте их использования. Оценка инвестиционного проекта подра-

зумекает расчет инвестиционной стоимости выделяемого предприятия. В работе предложено уточненное понятие инвестиционной стоимости, под которой понимается стоимостная оценка конкретной совокупности видов имущества с позиции определенного инвестора с учетом его индивидуального инвестиционного плана и налоговых особенностей, синергетического эффекта взаимодействия с другим имуществом инвестора и доходности имущества на определенный период времени в будущем.

В рамках совершенствования теоретических основ оценки выделены принципы, наиболее значимые для оценки стоимости предприятия в процессе выделения: полезности, зависимости, ожидания, внешних изменений, экономического разделения, сбалансированности, наилучшего и наиболее эффективного использования. Действие данных принципов в процессе формирования стоимости имущественного комплекса происходит следующим образом. Принцип полезности отражает учет в стоимости доходов, которые способен принести имущественный комплекс. Чем больше доход, который инвесторы планируют получить в результате выделения имущества, тем выше полезность и, следовательно, тем выше стоимость этого имущественного комплекса. С принципом полезности тесно связан принцип ожидания, который подразумевает учет перспектив выделенного предприятия. Чем больше ожиданий и перспектив, тем выше стоимость выделяемого комплекса.

Принцип внешних изменений основан на учете в стоимости выделяемого имущественного комплекса отклонений внешних условий от первоначальных. Чем выше вероятность изменений, тем выше неопределенность и риск, и тем меньше стоимость объекта по сравнению с аналогичным, не подверженным таким влияниям. К внешним изменениям относятся перемены в экономических и политических условиях страны, нормативной базе.

Принципы зависимости, экономического разделения и сбалансированности имеют схожую природу и позволяют учесть в стоимости выделяемого имущественного комплекса тот факт, что отдельные элементы должны группироваться таким образом, чтобы принести наибольшую финансовую отдачу от использования. Для целей оценки имущества в процессе выделения эти принципы играют ключевую роль, поскольку именно удачная комбинация активов и пассивов определяет целесообразность реорганизационных мероприятий.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования сочетает все остальные принципы и используется для того, чтобы учесть в стоимости имущества, насколько рационален каждый из вариантов выделения имущественного комплекса. Имущество, использующееся наилучшим и наиболее эффективным способом, имеет стоимость, значительно превышающую стоимость того же имущества, не использующееся таким образом.

Вторая группа проблем охватывает разработку методологических и организационных аспектов оценки стоимости предприятия как имущественного комплекса в процессе реорганизации в форме выделения.

Отталкиваясь от вывода, что результаты оценки стоимости действующего предприятия и перспективной оценки выделяемого определяют целесообразность

выделения, в диссертации предлагается следующая последовательность мероприятий по реорганизации и оценке: 1) оценка стоимости действующего предприятия; 2) оценка предполагаемого варианта реструктуризации; 3) осуществление выделения; 4) оценка результата.

Основанный на оценке стоимости имущественного комплекса алгоритм осуществления выделения представлен на рис. 2.



Рис. 2. Алгоритм имущественной реструктуризации, основанной на оценке стоимости предприятия

Данный алгоритм позволяет комбинировать и наиболее удачно сочетать два относительно самостоятельно протекающих процесса - реорганизации и оценки. В работе доказывается, что такая комбинация помогает более эффективно проводить мероприятия по структурной перестройке предприятия. Предусмотренные в рамках предложенного алгоритма оценочные процедуры обуславливают необходимость использования определенных подходов к оценке. Поэтому следующим этапом исследования стал анализ затратного, сравнительного и доходного подходов с целью выявления возможностей и ограничений использования каждого из них на различных этапах данного алгоритма.

В работе обосновывается, что на четвертом этапе алгоритма "Рыночная оценка имущественного комплекса до реорганизации" и десятом этапе "Оценка результатов реорганизации - проведение оценки рыночной стоимости реорганизованного предприятия и выделенного" к оценке стоимости имущества предприятия для целей выделения необходимо применять методы сравнительного, затратного и доходного подходов. Выбор метода при оценке рыночной стоимости реорганизуемого и выделенного предприятий до и после преобразований обусловлен конкретными условиями рынка, физического состояния имущества, стабильностью получаемых предприятиями доходов.

На пятом этапе "Рассмотрение альтернативных вариантов перераспределения имущества, оценка инвестиционной стоимости имущественного комплекса выделяемого предприятия и рыночной оценки реорганизуемого в каждом из вариантов" применение методов сравнительного подхода невозможно, поскольку:

- возникают трудности с подбором аналогичной совокупности имущества либо необходимо использование большого количества корректировок, носящих субъективный характер;
- не учитывают перспективы развития предприятия, поскольку основываются на ретроспективной информации;
- не могут учесть взаимного влияния стоимости объектов совокупности имущества друг на друга.

Методы затратного подхода также не могут быть использованы на пятом этапе в силу следующих причин:

- не обеспечивают объективности и повторяемости результатов при расчете износов (износы рассчитываются на основании субъективного мнения эксперта);
- отражают ретроспективную информацию;
- не учитывают риски;
- не учитывают перспективы развития предприятия.

На этом этапе рекомендуется использование инвестиционного стандарта стоимости в связи с тем, что:

1) в работе обосновывается, что выделение - это инвестиционный проект, поскольку при выделении элементы имущественного комплекса рассматриваются в системе с учетом взаимного влияния и индивидуального мнения собственника по поводу варианта его использования;

2) при оценке имущественного комплекса предприятия в целях реорганизации в форме выделения стоимость предприятия рассматривается как неаддитивная ве-

личина, поскольку оно (предприятие) признается системой, общая стоимость которой не тождественна сумме стоимостей его составляющих.

Инвестиционная стоимость должна оцениваться доходным подходом. В диссертации сравниваются методы доходного подхода и делается вывод о том, что наилучшим из них для оценки имущественного комплекса выделяемого предприятия является метод дисконтированных денежных потоков (ДДП), поскольку этот метод позволяет дисконтировать будущие денежные потоки, существенно отличающиеся от текущих доходов реорганизуемого предприятия.

Третья группа проблем связана с дальнейшим совершенствованием методических аспектов оценки стоимости предприятия как имущественного комплекса в процессе реструктуризации в форме выделения.

Обобщение опыта структурных преобразований российских предприятий выявило необходимость разработки комплексной методики оценки стоимости имущественного комплекса предприятия в процессе выделения.

Любые преобразования, касающиеся внутренней организации предприятия либо изменения, связанные с организационно-правовыми аспектами деятельности, требуют проведения финансового анализа. В диссертации выделены две масштабные задачи и обозначены направления использования финансового анализа для целей оценки в процессе выделения:

1) при реструктуризации - для принятия решения о ее проведении, выявлении убыточных направлений и поиска путей наиболее приемлемых преобразований;

2) в процессе оценки - главным образом для выяснения общего финансового и материального положения предприятия. Если по итогам анализа предприятие будет признано банкротом, необходимо проводить оценку ликвидационной стоимости предприятия.

В диссертации доказывается, что в целях оценки имущественного комплекса предприятия в процессе выделения необходимо ограничиться несколькими наиболее важными показателями, избегая расчета множества взаимозаменяемых коэффициентов. Совокупность показателей, необходимых для оценки финансового состояния реорганизуемого предприятия, представлена в таблице 2.

В диссертации обосновывается, что в ходе инвестиционного анализа в качестве обобщающего показателя, характеризующего будущее финансовое положение выделяемого предприятия, использовать новый коэффициент "чистый дисконтированный денежный поток на рубль имущества выделяемого предприятия" (R), который показывает, сколько рублей чистого дисконтированного денежного потока приносит один рубль, вложенный в имущество:

$$R = \frac{CF}{P},$$

где: R - коэффициент "чистый дисконтированный денежный поток на рубль имущества выделяемого предприятия", CF - расчётный чистый дисконтированный денежный поток (прибыль); P - стоимость имущества, передаваемого выделенному предприятию в соответствии с разделительным балансом.

Таблица 2. Система финансовых показателей, рекомендуемых к использованию в процессе оценки предприятия как имущественного комплекса в целях его реструктуризации

Название группы коэффициентов, характеризующих результаты деятельности предприятия	Название коэффициента
Показатели имущественного положения предприятия	Коэффициент обновления основных средств
	Коэффициент выбытия основных средств
	Уровень затрат на ремонт основных средств
	Удельный вес активной части основных фондов в их общей стоимости
Показатели ликвидности	Коэффициент текущей ликвидности
	Коэффициент абсолютной ликвидности
	Доля оборотных средств в активах
	Доля производственных запасов в текущих активах
Показатели оборачиваемости	Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности
	Коэффициент оборачиваемости оборотных активов
	Коэффициент оборачиваемости постоянных активов
Показатели рентабельности	Рентабельность активов
	Рентабельность собственного капитала
Показатели финансовой устойчивости	Коэффициент финансового рычага
	Чистый оборотный капитал
	Чистые активы

Данный показатель следует принять в качестве ориентировочного при проведении перспективного финансового анализа. Он рассчитывается на основании данных, которые оценщик может получить с помощью разделительного баланса (стоимость переданного имущества) и инвестиционного плана, в котором рассчитывается ожидаемая прибыль и другие составляющие денежного потока (амортизация, прирост чистого оборотного капитала и т.д.).

В работе обосновывается необходимость совершенствования метода дисконтированных денежных доходов для оценки инвестиционной стоимости выделяемого предприятия (таблица 3).

Метод ДДИ предполагает следующую последовательность действий:

- 1) определение длительности прогнозного периода;
- 2) выбор модели денежного потока;
- 3) определение величины и временной структуры денежных потоков, генерируемых объектом оценки;
- 4) определение ставки дисконта;
- 5) расчет суммы текущих стоимостей спрогнозированных потоков доходов и реверсии (стоимости в постпрогнозный период).

**Таблица 3. Модификация метода ДДП для оценки предприятия как
имущественного комплекса в процессе выделения**

Элементы метода ДДП	Традиционный подход	Предложенные изменения
Длительность прогнозного периода	5 лет	3 года
Модель денежного потока	денежный поток на собственный капитал: денежный поток на инвестированный капитал	денежный поток на собственный капитал
Определение ставки дисконта	1) на основе CAPM; 2) на основе средневзвешенной стоимости капитала; 3) кумулятивный метод	на основе рентабельности активов re-организуемого предприятия
Виды риска, которые необходимо учитывать	страновой риск; риск ненадежности участников проекта; риск неполучения предусмотренных проектом доходов	общезкономический риск; риск непубличной компании; риск финансовой структуры; риск неполучения предусмотренных проектом доходов
Определение приведенной стоимости денежных потоков прогнозного периода	сумма текущих стоимостей денежных потоков, дисконтированных по ставке доходности на собственный или инвестированный капитал, за вычетом величины первоначальной инвестиции	сумма текущих стоимостей денежных потоков, дисконтированных по ставке доходности на собственный капитал, скорректированных с учетом рисков, присущих определенной фазе инвестиционного цикла, за вычетом величины первоначальной инвестиции

В диссертации подробно исследуется проблема выбора ставки дисконта (4 этап), являющаяся одной из сложнейших в оценке. Ставка дисконтирования представляет собой требуемую инвестором норму доходности на вложенный капитал. Анализ существующих подходов к ее расчету позволил сделать следующие выводы.

1. Наиболее распространенным является расчет ставки дисконта на основе модели оценки доходности финансовых активов (CAPM). Однако при ее использовании наибольшую озабоченность вызывает проблема определения безрисковой ставки доходности. В работе обосновывается, что ни один используемых на данный момент в Российской Федерации безрисковых активов таковым не является. Другой серьезной проблемой этой модели является расчет β -коэффициента и премии за рыночный риск, поскольку эти показатели могут быть определены только для крупных публичных компаний, котирующих свои ценные бумаги на фондовом рынке. Кроме того, модель разработана на основе ряда допущений, не выполнимых на практике. В результате был сделан вывод, о том, что модель CAPM может применяться для оценки публичных компаний с осторожностью, в то время как для оценки непубличных компаний она не подходит вообще.

2. Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC) применяется в том случае, если необходимо рассчитать ставку дисконтирования для всего инвестированного капитала. В ходе расчета используется ставка доходности собственного (акционерного) капитала, рассчитанная, как правило, с использованием модели

САРМ. Следовательно, данный метод также не смогут применить и фирмы, у которых нет достаточной статистики для расчета своего β -коэффициента, а также не имеющие возможности найти предприятие-аналог, чей β -коэффициент они могли бы использовать в собственных расчетах. Следовательно, модель WACC применима лишь по отношению к крупным корпорациям, активно и продолжительно котирующим свои акции на фондовом рынке.

3. Определение ставки дисконтирования по методу кумулятивного построения также имеет ограничения. Метод основан на предпосылке, что ставка дисконтирования, применяемая при оценке стоимости предприятия, "собрана" из ряда факторов риска, которые в совокупности представляют характеристику общего дохода. В странах с развитой экономикой, где существуют статистические данные за последние пятьдесят-сто лет, размеры рисков по различным факторам устанавливаются специализированными агентствами и публикуются в печати. В России на практике наличие того или иного фактора риска и значение каждой рисковой премии определяются экспертным путем. В силу большой зависимости конечного результата от субъективного мнения эксперта не следует использовать метод кумулятивного построения для оценки предприятия при выделении.

В связи с обозначенными трудностями применения традиционных подходов предлагается в качестве ставки дисконта (цены собственного капитала) использовать рентабельность активов реорганизуемого предприятия:

$$r = \frac{GP}{A},$$

где: r - ставка дисконта; GP - валовая прибыль; A - активы реорганизуемого предприятия.

Преимущества такого подхода обусловлены следующими факторами:

- ставка дисконта основана на практическом результате деятельности "материнской" компании, выделяющей комплекс имущества из своего состава, и не подразумевает ограничений, носящих теоретический характер;
- используются реальные, а не номинальные или усредненные числовые значения, зависящие от внешних факторов;
- с экономической точки зрения ставка дисконтирования - это норма доходности на вложенный капитал, требуемая инвестором. Желательно, чтобы для выделяемого предприятия норма доходности была не меньше, чем цена собственного капитала реорганизуемого предприятия;
- ставка может быть использована мелкими и средними непубличными компаниями.

Важным вопросом при расчете приведенной стоимости будущих доходов является учет и оценка соответствующих рисков. В работе предлагается учитывать риски не в ставке дисконта (как это обычно делается), а в самом денежном потоке в соответствии с фазой инвестиционного цикла (прединвестиционная; инвестиционная; освоение технологий, выпуск опытных образцов; серийное изготовление продукции; ликвидационная). Первые две фазы характеризуются отрицательным денежным потоком в связи с тем, что на них осуществляются капитальные вложения и получение прибыли не предусмотрено. Денежный поток в рамках первых

двух фаз учитывается в показателе IC - первоначальной инвестиции. Модель приведения будущих доходов к настоящему моменту на следующих трех фазах преобразуется следующим образом:

1) для фазы освоения технологий, выпуска опытных образцов:

$$NPV = \frac{\sum (ECF \times S_1 \times S_2 \times S_3)}{(1 + GP/A)^k} - IC,$$

где: NPV - приведенная стоимость будущих доходов; ECF - денежный поток на собственный капитал (величина аккумулированного проектом денежного потока за период k); k - количество лет; IC - инвестиции; GP - валовая прибыль; A - активы реорганизуемого предприятия; S_1 - общеэкономические риски; S_2 - риск непубличной компании; S_3 - риск финансовой структуры; S_4 - риск неполучения предусмотренных проектом доходов (маркетинговый риск).

2) для фазы серийного изготовления продукции:

$$NPV = \frac{\sum (ECF \times S_1 \times S_4)}{(1 + GP/A)^k} - IC,$$

3) для фазы ликвидации:

$$NPV = \frac{\sum (ECF \times S_1 \times S_4)}{(1 + GP/A)^k},$$

Предложенная методика может быть использована для оценки как крупных публичных компаний, так непубличных предприятий, не имеющих достаточной информационной основы для применения традиционных методов оценки.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в рецензируемых научных журналах и изданиях:

1. Кирдяшова (Крюкова) И.В. Оценка имущественного комплекса предприятия в системе оценки бизнеса // Вестник СГСЭУ. - 2011. - №1 (35). - 0,5 п.л.
2. Крюкова И.В. Применение оценки стоимости имущественного комплекса предприятия на различных этапах реструктуризации в форме выделения // Вестник СГСЭУ. - 2012. - №3. - 0,5 п.л.
3. Крюкова И.В. Финансово-аналитическое обеспечение оценки имущественного комплекса предприятия в процессе реструктуризации в форме выделения // Управление экономическими системами. - 2012. - №9. - 0,6 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

4. Кирдяшова (Крюкова) И.В. Банковская культура как фактор развития оценки имущественного комплекса предприятия / Банковская культура: материалы международной научно-практической конференции. Саратов, 11-12 ноября 2010 г. - Саратов: Саратовский государственный социально - экономический университет, 2010. - 0,1 п.л.
5. Кирдяшова (Крюкова) И.В. Цели оценки имущественного комплекса предприятия / Финансы, налоги, кредит: сб. науч. тр. под ред. канд. экон. наук, про-

фессора В.В. Степаненко. - Саратов: Саратовский государственный социально - экономический университет, 2010. - 0,4 п.л.

6. Кирдяшова (Крюкова) И.В. Экономическое содержание и методы имущественной реструктуризации / Материалы I Всероссийского молодежного научного форума "Финансы в меняющемся мире". Москва, 19-21 апреля 2011 г. - М.: Государственный университет Минфина России, 2011. - 0,8 п.л.

7. Крюкова И.В. Особенности методологии оценки стоимости имущественного комплекса предприятия в процессе реструктуризации // Финансовый механизм экономического роста в России: проблемы, решения: сб. науч. тр. под ред. канд. экон. наук, профессора В.В. Степаненко. - Саратов: Саратовский государственный социально - экономический университет, 2012. - 0,4 п.л.

Автореферат

Подписано в печать 10.12.12

Бумага типогр. №1

Печать офсетная

Заказ 455

Формат 60х84 ¹/₁₆

Гарнитура "Times"

Уч.-изд. л. 1,0

Тираж 100 экз.

Издательский центр Саратовского
государственного социально-экономического университета.
410003, Саратов, Радищева, 89.

10^{-7}